

Е. В. Вольман

ПРЕДПОСЫЛКИ ФОРМИРОВАНИЯ И РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ СВЕРДЛОВСКОЙ ОБЛАСТИ

Процесс перехода от командно-административной системы к рыночной экономике представляет собой этап обновления всей экономики, всех экономических и социальных структур в стране. Рыночная экономика должна включать в себя рынок средств производства, предметов потребления, рабочей силы, рынок капитала и рынок недвижимости, включая землю¹. Важной составной частью рынка капитала является рынок ценных бумаг, цель функционирования которого состоит в формировании эффективного высокотехнологичного механизма привлечения инвестиций в экономику путем установления необходимых контактов между теми, кто нуждается в средствах, и теми, кто хотел бы инвестировать избыточный доход. Его основной задачей становится гибкое межотраслевое перераспределение капитала для максимально возможного притока инвестиций на российские предприятия в целях финансирования производственного процесса, а также создание необходимых условий для стимулирования накопления и трансформации сбережений в инвестиции.

В настоящее время политика правительства направлена на усиление роли территорий в социально-экономическом развитии общества. Одним из основных направлений реформирования российской экономики является становление региональных сегментов рынка ценных бумаг, так как их развитие способствует перенесению части ответственности по проведению экономических реформ и стабилизации экономической ситуации с центра на регионы. При этом формирующиеся рынки ценных бумаг, с одной стороны, должны отвечать региональным интересам, учитывая особенности развития территории; с другой стороны, выступать как часть общероссийского фондового пространства.

В связи с этим изучение процесса становления и развития рынка ценных бумаг Уральского региона представляется нам актуальным. Более подробно мы рассмотрим рынок ценных бумаг Свердловской области, так как это наиболее развитый рынок уральского экономического района.

Становление региональных сравнительно замкнутых рынков ценных бумаг на уровне экономического района, области связано с процессом

разгосударствления собственности, проводимым в соответствии с Государственной программой приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации².

Именно приватизация, связанная напрямую с акционированием, послужила, по существу, начальным импульсом для развития регионального фондового рынка и способствовала формированию его инфраструктуры, обеспечивающей стабильное функционирование и движение ценных бумаг. В 1992—1993 гг. в Свердловской области была создана Екатеринбургская фондовая биржа (ЕФБ), сеть банков, инвестиционных компаний и фондов. Следует отметить, что по количеству инвестиционных институтов Уральский регион сразу занял лидирующие позиции на общероссийском фондовом рынке, уступая лишь Центральному экономическому району.

Однако одной из ключевых проблем регионального рынка ценных бумаг в период его становления стала нехватка фондовых инструментов, поскольку программа чековой приватизации в 1992 г. оказалась практически сорванной, и не только по причине недостаточного числа пунктов выдачи приватизационных чеков. Как показала практика, население с известной долей скептицизма встретило саму идею приобретения части государственной собственности таким способом. Кроме того, руководство предприятий, подлежащих чековой приватизации, делало всё возможное, чтобы ограничить участие сторонних инвесторов, поэтому не спешило выставлять их на чековых аукционах.

Первые акции промышленных предприятий, прошедших процедуру чековой приватизации, появились на региональном фондовом рынке в декабре 1992 г., когда был проведен первый чековый аукцион. Он был только «первой ласточкой», поскольку в нём участвовало не более двух-трех предприятий³. Массовая приватизация крупных и средних промышленных предприятий началась с февраля 1993 г. К середине года региональный рынок акций уже занимал одно из лидирующих мест в России. В обращении находились акции около 100 предприятий, банков, инвестиционных компаний и фондов в основном регионального значения. Наиболее активно продавались акции предприятий машиностроения, металлургии, нефтяной и химической промышленности, то есть отраслей, позиции которых были традиционно сильны на Урале. Всего за период чековой приватизации форму собственности поменяли около 80% государственных предприятий области, более тысячи предприятий, находящихся в областной и федеральной собственности⁴.

Появление такого большого количества акционерных обществ должно было способствовать быстрому развитию вторичного рынка корпоративных ценных бумаг. Однако этого не произошло, так как проводимые в стране экономические реформы (либерализация цен, отказ от государст-

венных заказов) не сопровождалось включением механизмов экономической адаптации и поддержки традиционных производств, фактически не имевших ни опыта работы, ни технологических основ для работы в условиях рынка внутреннего и, тем более, мирового. В сложившейся ситуации осуществление «массированной приватизации» стало не столько мерой по выходу тяжелой промышленности из структурного кризиса, сколько ещё одним ударом по отрасли. Многие предприятия оказались нерентабельными и были втянуты в кризис неплатежей, что привело к недостаточному финансированию бюджетов различных уровней.

В докризисный период (до 17 августа 1998 г.) наибольшее развитие в Екатеринбурге и Свердловской области получили те сегменты фондового рынка, которые позволяли привлечь финансовые средства в региональный и местный бюджеты, способствовали снижению оттока из региона ресурсов и, наконец, оказывали влияние на разрешение кризиса неплатежей, т. е. рынок долговых обязательств областного и муниципального уровня и вексельный рынок. Рынок долговых обязательств региональных органов власти был представлен областными краткосрочными облигациями, областными долговыми обязательствами, а также жилищными облигациями. Выпуск областных краткосрочных облигаций (ОКО) был организован администрацией Свердловской области в декабре 1994 г. Правительство области воспользовалось опытом, наработанным Министерством финансов и Центральным банком на государственных облигациях. Создавались ОКО «по образу и подобию» гособлигаций. Инфраструктура рынка ГКО и ОКО была построена по одному принципу: эмитент (Министерство финансов РФ — правительство Свердловской области); представитель эмитента (Центральный банк России — финансовое управление правительства области); торгово-депозитарная система (ММВБ — ЕФБ)⁵.

Перспект эмиссии данной ценной бумаги был зарегистрирован в Министерстве финансов РФ 15 декабря 1994 г., облигациям было предоставлено право льготного налогообложения (т. е. доход, полученный от операций с ОКО, так же как и с ГКО и им подобным ценным бумагам, не подлежал налогообложению).

Необходимо отметить, что наша область была одним из первых российских регионов, прибегнувших к механизму внутренних заимствований. Вполне естественно, что рынок сталкивался с рядом проблем. Среди основных проблем в данный период можно назвать нестабильность экономической и политической ситуации в стране; сложность и неотработанность нормативной базы: например, отсутствие единого для всех субъектов Российской Федерации законодательного акта, регулирующего порядок выпуска и обращения субфедеральных ценных бумаг; непроработанность схем займов вследствие отсутствия опыта; неправильная

оценка ситуации в регионе; отсутствие на многих предприятиях специалистов по ценным бумагам; неотработанность системы гарантий погашения эмитентом своих обязательств.

Несмотря на существование данных проблем, регулярно проводились аукционы по размещению новых облигаций. Они, так же как и ГКО, обращались на вторичном рынке. По итогам I квартала 1995 г. объем операций с ОКО составил 97% суммарного торгового оборота Екатеринбургской фондовой биржи (ЕФБ). Всё это свидетельствовало о надежности и ликвидности этих ценных бумаг

Однако надо отметить, что, несмотря на сходство, ГКО и ОКО имели весьма существенные различия. Прежде всего не следует забывать, что ОКО — это облигация субъекта федерации, и если государство в крайнем случае имело возможность, напечатав рубли, рассчитаться по своим обязательствам (хотя и дискредитировав при этом ГКО как «инфляционное лекарство для бюджета»), то Свердловская область такой возможности не имела. Разумеется, это ставило ОКО ниже по показателю надежности, и, чтобы сохранить привлекательность вложений в них, Департаменту финансов приходилось повышать их доходность по отношению к ГКО⁶.

Впрочем, никто не заставлял владельца ГКО или ОКО приобретать облигации только на аукционе и держать их до самого погашения. Существовал вторичный рынок, на котором можно было добиться значительно более высокой доходности, продавая одни серии и приобретая другие. В этом отношении ГКО также имели преимущество перед ОКО, т. к. значительно большее количество серий, находящихся в обращении, предоставляло широкую свободу для маневра. Особенно ярко это проявлялось вначале, когда спрос намного превышал предложение и создавались возможности для высокоспекулятивных операций с фактической доходностью 2000—3000% годовых. В основном это было связано с покупкой облигаций на аукционе и последующей их продажей через 2—3 недели⁷.

Однако для компаний, не имеющих столичной прописки, это преимущество практически сводилось к нулю в силу необходимости переводить деньги в Москву и обратно, поэтому говорить о маневренности и оперативности уральских операторов не приходилось.

Ситуация изменилась в конце февраля 1996 г. в связи с открытием региональной торговой площадки «Эфир-Урал» на базе Уральской региональной валютной биржи. Она представляет собой узел торговодепозитарной системы с торговым залом, оборудованным необходимым количеством рабочих мест для дилеров и сервером доступа, подключенным к торговому серверу ММВБ. Выход на единый общероссийский рынок ценных бумаг в режиме реального времени увеличил интерес банков и инвестиционных компаний Екатеринбурга к работе с государственными

ми ценными бумагами, в том числе и с ГКО, т. к. они получили возможность оставить в своем регионе средства, инвестируемые в государственные ценные бумаги, уменьшить затраты времени на перевод денег в Москву и обратно, а также отказаться от посредничества других дилеров. Поэтому после окончания размещения первой эмиссии ОКО деньги плавно потекли в сторону гособлигаций.

Но ровно через месяц началось размещение второй эмиссии ОКО. Объем выпуска составил 200 млрд р^{*}. Облигации нового выпуска в отличие от предыдущих принимались как платежное средство при уплате налогов в областной бюджет (объединяя, таким образом, преимущества ГКО и казначейских обязательств). Подобный пункт в проспекте эмиссии ГКО отсутствовал, поэтому резко повысились ликвидность ОКО и интерес к ним инвесторов.

Выручка от размещения второго выпуска облигаций составила 163,8 млрд р., при этом чистая выручка от реализации ОКО (за вычетом средств на погашение) составила 72,743 млрд р^{**}. Спрос со стороны инвесторов на областные облигации превысил объем выпуска более чем на 30%⁸. Инвесторами рынка стали юридические лица из Москвы, Челябинска, Прибалтийских государств, что позволило привлечь денежные средства других регионов.

В 1997 г. путем размещения ОКО в областной бюджет было привлечено уже несколько сотен миллиардов неденоминированных рублей⁹. На активность операторов практически не повлияло даже то обстоятельство, что доход по операциям с государственными ценными бумагами теперь подлежал налогообложению. Облигации продолжали активно обращаться на вторичном рынке ценных бумаг, привлекая интерес широкого круга инвесторов.

В целом, вплоть до августовского кризиса 1998 г., ситуация на рынке ОКО постоянно улучшалась. ОКО были самым надежными и ликвидными ценными бумагами в Уральском регионе, составляя более 80% биржевого товарооборота.

С середины 1990-х гг. важным сегментом регионального рынка ценных бумаг становится вексельный рынок. В условиях резкого снижения доходов бюджетов различных уровней и острой недостаточности средств финансирования все большее количество органов управления территорий пыталось решать данные проблемы путем выпуска собственных расчетных векселей или использования в бюджетном процессе векселей других эмитентов.

* Курс: \$1 = 4 854 р.

** Курс: \$1 = 5 230 р.

Так, в октябре 1995 г. в целях нормализации исполнения областного бюджета и ускорения расчетов между предприятиями в практику вексельного обращения были введены векселя Уралтрансбанка — трехмесячные, номиналом 50 млн неденоминированных рублей с начислением 10% годовых, которые можно было использовать в качестве средства уплаты налогов в областной бюджет¹⁰.

А в начале 1996 г. правительство Свердловской области выпустило собственные векселя, предназначенные для погашения задолженности областного бюджета по финансированию предприятий агропромышленного комплекса и поддержки строительства. Погашался вексель денежными средствами и налоговыми освобождениями в областной бюджет в части подоходного налога и налога на имущество, ограничений в обращении не имел¹¹.

Достаточно активно эмиссию векселей использовала и администрация г. Екатеринбурга. Наиболее ликвидными были векселя, выпускаемые Финансово-бюджетным управлением (ФБУ) и предназначенные для погашения задолженности предприятий и организаций, находящихся в муниципальной собственности, финансируемых из городского и районных бюджетов, за поставленную тепловую и электрическую энергию, воду и газ перед АО «Свердловэнерго», АО «Екатеринбурггаз», ДП «Уралтрансгаз».

Предприятия, получившие векселя в качестве оплаты за тепловую и электрическую энергию, воду и газ, вправе были осуществлять с ними следующие операции:

- производить расчеты векселями в части платежей в городской бюджет (налог на прибыль, налог на имущество, налог на землю, налог на содержание жилищного фонда);
- рассчитываться с кредиторами путем совершения индоссамента (передаточной надписи);
- использовать в качестве залога.

Таким образом, путем незаконного ограничения вексельного обращения решались проблемы целевого использования бюджетных средств, взаиморасчетов бюджетов различных уровней и финансирования бюджетных расходов без использования денежных средств.

Доля векселей в доходах бюджетов городов и районов области в 1997 г. колеблется от 21 до 69,6%. Наибольшее число финансовых органов (11) осуществляли прием векселей на уровне 5–10% доходной части бюджета, 9 финансовых органов — на уровне 20–30%.

Однако следует отметить, что привлечение в бюджетный процесс векселей чаще всего решало только одну проблему — проблему ликвидации «кассовых разрывов» при исполнении бюджета, причем в ущерб получателям бюджетных средств.

С момента выхода Закона «О переводном и простом векселе» от 11.03.97 г. № 48-ФЗ¹², вступившего в силу 18 марта 1997 г., произошло существенное ограничение вексельной дееспособности Российской Федерации и ее субъектов, городских, сельских поселений и других муниципальных образований: им было запрещено принимать на себя какие-либо обязательства по векселю, то есть теперь они не вправе выдавать вексель, индоссировать его, выступать в качестве авалиста¹³ по векселю, а также акцептовать¹⁴ вексель.

Кроме органов власти Екатеринбурга и Свердловской области, выпуск расчетных векселей осуществляли предприятия, имеющие широкую сеть потребителей (железных дорог, энерго- и газосистем, электростанций и т. д.). Как правило, векселя выпускались с обеспечением имеющейся дебиторской задолженности векселедателей и принимались в счет погашения задолженности перед этими векселедателями за выполненные работы (услуги). Наиболее ликвидными из них являлись векселя «Свердловэнерго», «Уралтрансгаза», Свердловской железной дороги, Белоярской атомной электростанции (БАЭС), «Свердловсаюдора».

Широкое распространение на Урале, как и в России в целом, получили товарные векселя. Они выпускаются промышленными корпорациями и государственными предприятиями и выступают в качестве гарантии оплаты организацией своей продукции.

До августовского кризиса 1998 г. на региональном фондовом рынке обращались векселя Качканарского ГОКА, НТМК, ММК, «Мечел», «Северсталь» Челябинэнерго, Тюменьэнерго и других производственных структур, имеющие ограниченное хождение¹⁵. В первой половине 1998 г. устойчивым спросом пользовались также векселя нефтяного комплекса, например векселя АО «Сиданко», которые предлагались по 67–70% в зависимости от серии и сроков погашения¹⁶. Рынок банковских векселей был представлен обязательствами Московских банков (Менатеп, ОНЭКСИМ-банк, «Российский кредит», Нефтехимбанк, Мост-Банк, Сбербанк, Банк «Возрождение»), а также векселями местных эмитентов, среди которых наибольшей популярностью пользовались векселя:

- Екатеринбургского муниципального банка, которые принимались в расчеты по городским налогам;
- Уралтрансбанка серии 5В, трехмесячные с начислением 10% годовых. Использовались в расчетах по областным налогам;
- УССБ, ГУТА-Банка, Уралтрансбанка, Золото-Платина Банка, Сбербанка, КУПС-Банка, принимались по платежам в Пенсионный фонд РФ. Экономия при такой оплате составляла 5–6%¹⁷.

Говоря о банковских векселях, можно отметить постоянный рост объемов эмиссий банков, осуществивших вексельный выпуск.

Операции с векселями в Екатеринбурге, в частности, осуществляет Уральский акцептный дом^{*}. Он создан по решению Совета Ассоциации экономического взаимодействия областей и республик Уральского региона. Это вариант торговой площади или биржи векселей, где можно купить или продать векселя любых эмитентов с различными условиями погашения. Более того, здесь предприятие-должник может само выкупить собственные обязательства (если векселедержатель выставит их на продажу) по более низкой цене, погасив, таким образом, свои долги меньшими средствами. Отчаявшийся кредитор может вернуть хотя бы часть долга, но зато немедленно и без длительной судебной процедуры.

Кроме того, предприятия и организации могут передать векселя Уральскому акцептному дому в доверительное управление, а также получить консультации по вопросам приобретения, обращения и погашения векселей¹⁸.

Среди основных проблем регионального вексельного рынка, как и России в целом, можно назвать обстоятельство, когда эмитенты не регистрируют выпуски ценных бумаг. Такое положение дает возможность недобросовестным эмитентам выпускать ничем не обеспеченные или не полностью обеспеченные бумаги, причем в неограниченном количестве.

Кроме того, корпоративные векселя, как правило, имеют ограниченные возможности обращения, т. е. их движение происходит внутри заранее оговоренного круга лиц. Такая устоявшаяся практика изначально сокращает количество индоссаментов, создает узкий круг «своих» участников обращения и в результате служит предпосылкой для всевозможных нарушений и злоупотреблений.

В августе 1998 г. в результате обострения финансового кризиса развитие регионального фондового рынка было существенно скорректировано. Рынок областных краткосрочных облигаций практически прекратил своё существование, так как значительно упала ликвидность ценных бумаг. Торги проходили раз в две-три недели по предварительной договоренности между продавцом и покупателем. Их объемы были незначительны, цены ничтожны, а доходность к погашению крайне высока (наиболее реальным был уровень доходности 300–450% годовых)¹⁹.

Для региона стала характерна медленная наполняемость бюджета вследствие задержки платежей многими банками, ликвидность которых после обвала рынка ГКО сильно пошатнулась. Кроме того, зачастую резервные фонды эмитентов размещались именно в федеральные бумаги, поэтому замораживание рынка ГКО—ОФЗ оказало непосредственное влияние на их платежеспособность. Перед эмитентами встала проблема

^{*} С 1998 г. — Акцептная компания г. Екатеринбурга.

перспектив дальнейшего обслуживания займов, так как займы являлись нецелевыми, а источником погашения по ним был областной бюджет.

19 августа 1998 г. Департамент финансов правительства Свердловской области не погасил ОКО серии SU 33006 GSVO, не придавая данное обстоятельство широкой огласке. Непогашение увязывалось с общей ситуацией в стране, и давалось обещание погасить ОКО так быстро, как это будет возможно. Инвесторам — физическим лицам бумаги погасили с задержкой от двух до четырёх недель, а расчет по облигациям многих юридических лиц не был произведен даже в конце года²⁰. По отношению к другим сериям, подлежащим погашению, ситуация ещё более ухудшилась. Свердловская область отличалась от других субъектов федерации, перед которыми возникли аналогичные проблемы, тем, что не только не погашала своих обязательств, но и умалчивала о причинах непогашения, не предпринимая никаких усилий для разрешения проблемы. Сложившаяся ситуация была абсолютно непонятна, поскольку социально-экономическое положение Свердловской области на фоне общероссийских проблем не выглядело катастрофическим.

Однако справедливости ради надо отметить, что Департаментом финансов правительства Свердловской области, кроме спокойного ожидания погашения, предлагалось засчитывать уже погашенные серии ОКО в счет уплаты налогов в областной бюджет. Однако ситуация осложнялась тем, что вторичные торги на Екатеринбургской фондовой бирже по погашенным сериям были закрыты, а передавать права собственности от владельца бумаг к плательщикам налогов предлагалось по договорам купли-продажи, что противоречило положению проспекта эмиссии ОКО о порядке их обращения на вторичном рынке.

Возникновение проблем с полным и своевременным обслуживанием внутренней облигационной задолженности свидетельствует о непродуманной политике управления эмитентом своим внутренним долгом.

Крушение мифа о надежности государственных и субфедеральных ценных бумаг заставило участников фондового рынка переориентировать свои вложения на рынки высоколиквидных ценных бумаг, среди которых особенно выделялись обыкновенные акции «Газпрома», РАО «ЕЭС России» и НК «ЛУКойл», валюта и векселя. Большинство инвесторов в качестве основного приоритета рассматривало рынок акций, даже несмотря на то, что по капитализации и объему торгов он находился в глубокой депрессии. Дело в том, что вследствие финансового кризиса произошло резкое снижение курсовой стоимости большинства ценных бумаг, котировки достигли своих исторических минимумов, и соотношения между доходностью и риском были более чем благоприятны. Риск падения курсовой стоимости ценной бумаги на более глобаль-

ные минимумы оставаясь небольшим, а вероятность роста была весьма велика.

По оценкам экспертов, главной причиной депрессивной ситуации, сложившейся на рынке корпоративных ценных бумаг в конце 1998 г., стало обескровливание коммерческих банков. Именно это обстоятельство в гораздо большей степени, нежели реструктуризация внутреннего государственного долга и девальвация рубля, спровоцировало сначала кризис доверия среди контрагентов фондового рынка, а затем и резкое падение ликвидности последнего.

Губительными же для рынка оказались последствия кризиса — возникший риск неисполнения контрактов другими банками, более крупными фондовыми контрагентами. Желание ограничить подобный риск выразилось в закрытии участниками рынка лимитов для большинства контрагентов и введение системы предоплаты, поэтому сделки совершались крайне редко, носили единичный характер²¹.

Некоторую неясность добавляло фактически отсутствие реального рыночного курса доллара, что затрудняло пересчет котировок, а используемый в РТС официальный курс ЦБ был существенно занижен. Попытки использовать курс Системы электронных лотовых торгов (СЭЛТ) давали значительную величину девальвации. Вполне очевидно, что, поскольку инвесторы стояли попросту в стороне от рынка, котировки достаточно резко падали.

Падение курсовой стоимости акций, сопровождавшееся непродолжительными периодами положительной коррекции, продолжалось в течение нескольких месяцев. Это было связано с нестабильностью политической ситуации и неопределенностью курса доллара. Кроме того, на настроение участников фондового рынка повлияли заявления российского правительства о национализации банков и дополнительной эмиссии денежных знаков.

В середине ноября наметился рост котировок наиболее ликвидных российских компаний, сопровождающийся увеличением объемов торгов. Оживление рынка было обусловлено, в частности, тем, что после окончания 90-дневного моратория на выплату внешних долгов (15 ноября) никаких санкций в отношении российских компаний со стороны их западных кредиторов предпринято не было. Наибольшая часть фирм расплатилась по своим обязательствам, остальные договорились о реструктуризации долгов.

По оценкам специалистов ЕФБ, достигнутые в результате роста уровни соответствовали последним дням июня. Но уже декабрь расставил все по своим местам. Серьезные проблемы с выплатой внешнего долга, неопределенность отношений между Россией и МВФ, неясность с вариантами бюджета на 1999 год, высокий уровень инфляции — факторы, обу-

словившие падение активности, снижение цен на корпоративные бумаги при низких объемах торгов²².

Ситуация, сложившаяся на общероссийском рынке корпоративных ценных бумаг после августовского кризиса 1998 г., оказывала непосредственное влияние на фондовый рынок Свердловской области, т. к. большинство операторов рынка предпочитало совершать сделки с акциями крупных российских корпораций. Среди акций местных эмитентов в конце 1998 г. постоянным объектом торгов выступали бумаги «Свердлов-энерго», НТМК, Синарского и Северского трубных заводов, «Уралтелекома», ПНТЗ, ВСМПО, ЕМТС, «Уралэлектротяжмаша» «Уралэлектромеди»²³.

В начале февраля 1999 г., котировки акций крупных российских корпораций вновь начали стремительно расти. Причин роста на фондовом рынке было две: во-первых, это спекулятивная игра на повышение в ожидании притока на фондовый рынок денег, полученных от погашения части замороженных ГКО; во-вторых, осознание западными инвесторами, что в России не всё так плохо, как представлялось ранее. Достаточно уверенный рост в середине марта неожиданно прервался экспансией вооруженного конфликта на Балканах, вернее, не самой экспансией, а резко негативной реакцией на конфликт со стороны российского руководства. Соответственно рынки достаточно нервно отреагировали на столь серьезное ухудшение отношений между Российской Федерацией и западными странами — её основными кредиторами и поставщиками финансовых ресурсов.

Политические потрясения в стране начала мая (отставка Е.М. Примакова и провал процедуры импичмента), послужив неплохими поводами для краткосрочных спекулянтов для игры как вниз, так и вверх, привели к уверенности большинства инвесторов в относительной политической стабильности. Кроме того, затянувшийся процесс реструктуризации ГКО давал надежду на то, что нерезидентам разрешат приобретать российские акции за счет замороженных на счетах типа «С» рублевых средств.

Дополнительный импульс российским акциям придавала избыточная рублевая ликвидность коммерческих банков: слишком большое количество рублей скопилось на корсчетах, не находя выхода на валютный рынок в результате ограничений Центробанка, а также позитивный ход переговоров о выделении кредита МВФ. Под воздействием всех этих факторов «вторая волна» роста рынка акций в 1999 г. длилась до начала июля, достигнув своих новых максимумов. Ключевые фондовые индексы выросли за два с небольшим месяца примерно на 60–80%²⁴.

Очередной спад произошел на фондовом рынке в середине лета, он был связан с тем, что искомые деньги от реструктуризации ГКО так и не пошли на рынок акций, а после принятия решения о выделении средств

МВФ в рамках нового кредита не осталось ни одной позитивной новости, которую можно было бы ожидать в обозримом будущем. Ситуация усугубилась очередным политическим кризисом (отставка правительства С. Степашина).

Однако самые тяжелые времена для рынка были впереди. Серия взрывов с многочисленными жертвами в ряде городов России и вооруженный конфликт на Северном Кавказе хронологически совпали с беспрецедентной по накалу кампании в западной прессе по дискредитации России (в частности, российского бизнеса) посредством т. н. «скандала об отмывании денег МВФ». Столь редко встречающееся сочетание негативных событий привело к массовой распродаже на рынке акций. Всего за пару недель большая часть инвесторов рассталась со своими акциями, тогда как сами бумаги вернулись приблизительно на уровень начала марта²⁵.

Последняя же — «третья» и наиболее впечатляющая — волна роста высоколиквидных российских акций медленно инициировалась в начале осени ростом президентского рейтинга В.В. Путина и нарастающей уверенностью в том, что выборы в парламент пройдут в намеченные сроки, в строгом соответствии с Конституцией, и новая Дума, таким образом, станет абсолютно легитимным законодательным органом страны. Сначала плавное и спокойное повышение по мере приближения к декабрю перерастало в «предвыборное ралли», которое, в свою очередь, активизировалось после объявления столь положительных для инвесторов итогов выборов. Таким образом, несмотря на сохранение достаточно больших проблем в экономике страны, по итогам года большинство российских фондовых индексов выросло на 200–250%, позволив инвесторам увеличить свои первоначальные вложения в 3–3,5 раза²⁶.

Что касается рынка акций приватизированных предприятий Свердловской области, необходимо отметить, что в течение 1999 г. на внебиржевом рынке постоянно обращались акции «Уральских машиностроительных заводов», ПНТЗ, «Свердловэнерго», «Уралтелекома», ВСМПО, НТМК, Синарского трубного завода, «Уралэлектротяжмаша», Северского трубного завода, Екатеринбургских телефонных сетей, Екатеринбургской междугородной телефонной станции, «Уралмото», концерна «Калина» («Уральские самоцветы»), «Пневмостроймашины», Турбомоторного завода, «Уральских авиалиний», Жиркомбината. Уральского завода РТИ²⁷. Акции других уральских предприятий были неликвидны. На ЕФБ акции эмитентов, расположенных в Свердловской области, в конце 1998, и в 1999 г. не котируются. Это связывалось в основном с отсутствием спроса на акции региональных эмитентов со стороны сторонних инвесторов.

Региональный рынок товарных векселей был представлен векселями как местных предприятий, так и предприятий других регионов, произ-

водственно связанных с предприятиями Урала. Наиболее торгуемыми векселями второй половины 1998 г. были ценные бумаги «ЛУКОЙла», Северстали, Магнитогорского металлургического комбината, Сибнефти, АО «Мечел», АО «НИКОМ», АО «Сиданко». Прежде всего векселя приобретались предприятиями для расчетов за поставленные векселедателями товары и услуги и будущих расчетов (например, при сезонной осенне-зимней закупке нефтепродуктов).

На кризис августа рынок товарных векселей отреагировал с опозданием в две-три недели и не столь значительно: цены упали на 5—10%, доходность к погашению поднялась на 30—40%. Это связано с тем, что векселя, используемые в основном для расчетов, менее зависимы от общерыночных (систематических) факторов и в большей степени от несистематических (относящихся к отдельным предприятиям). Активный уход с валютных позиций большинства финансовых учреждений создал огромный дефицит платежных средств²⁸.

На рынке банковских векселей в конце 1998 г. ситуация была достаточно сложной. Банки первой десятки по своим векселям практически не платили. Не многим лучше была ситуация с платежами в филиалах этих банков. Из «платящих» следует отметить филиалы «Мост-Банка» и «Мосбизнесбанка». Филиал «Инкомбака» не осуществлял платежи по своим векселям.

Но наибольшей популярностью в посткризисный период пользовались как раз векселя банков-неплательщиков, которые можно было купить по дешёвым ценам и рассчитаться ими за взятые ранее кредиты. В числе таких: Золото-Платина Банк, «СБС-Агро», «Менатеп», Инкомбанк, Уральский банк реконструкции и развития, векселя которых приобретались по цене 50—60% от номинала²⁹.

Во второй половине 1999 г. рынок векселей крупных региональных банков занял лидирующие позиции, поскольку превратить их в реальные деньги не представляло никакого труда. Наибольшее распространение получили векселя банков, сохранивших стабильное финансово-экономическое положение после августовского кризиса 1998 г. и выступающих крупными операторами регионального вексельного рынка.

Среди них можно отметить векселя Екатеринбургского муниципального банка, Уральского банка реконструкции и развития, Банка «Северная казна» и т. д.

Рассмотрим операции, совершаемые с векселями, на примере Банка «Северная казна». Банк осуществлял операции с собственными векселями, выпуская процентные, беспроцентные и дисконтные векселя. В основном в обращении находились простые беспроцентные векселя — это наиболее удобный и оперативный способ расчета, поскольку их погашение, в отличие от дисконтных и процентных векселей, производится в

любой момент и без каких-либо потерь. Объем операций с этими векселями постоянно возрастал: прежде всего это было связано с увеличением клиентской базы банка и степени доверия к нему, а также с векселями сторонних эмитентов, в надежности которых не было сомнений. Клиенту иногда было выгоднее продать такой вексель банку с минимальным дисконтом и тут же получить деньги на свой расчетный счет, чем обращаться к эмитенту, теряя при этом два-три дня³⁰.

Кроме того, в банке можно было осуществить обмен векселей, т. е. поменять вексель одного эмитента на вексель другого. Осуществляя такие операции, сам банк и его клиенты имели возможность получить дополнительные финансовые средства, обменяв менее доходный вексель на более доходный. Часто векселя региональных банков (например, Уральского банка реконструкции и развития) обменивались на векселя банков, имеющих свои филиалы во всей России (например, Сбербанка). Такой способ удобен для предприятий, контрагенты которых находятся в разных регионах России. Банк «Северная касса» и сегодня является активным участником регионального фондового рынка.

Наиболее перспективным сегментом рынка ценных бумаг Свердловской области, который получил широкое развитие в 1998–1999 гг., являлся рынок срочных контрактов. Это рынок интеллектуалов, которые на основе детального анализа могут сделать долгосрочный прогноз по изменению индекса акций, облигаций, валюты.

Правила проведения срочных сделок в электронной системе ЕФБ были приняты в марте 1998 г., а реальные торги первым срочным инструментом — фьючерсными контрактами на курс акций РАО «Газпром» — состоялись в ноябре этого же года.

В 1999 г. объем торгов фьючерсами рос в геометрической прогрессии, постепенно расширялся и круг базовых активов: во втором квартале начали заключать фьючерсные контракты на курс доллара США, а в третьем — на цену акций РАО «ЕЭС России». Во второй половине 1999 г. сделки по срочным контрактам составляли более 80% суммарного торгового оборота ЕФБ. Наибольший интерес для участников фондового рынка представляли фьючерсы на цену акций РАО «Газпром», они составляли почти три четверти объема сделок (73,5%). По срокам исполнения на рынке были представлены фьючерсы до одного, двух, трех месяцев и на следующий день³¹.

Подводя итоги развития рынка ценных бумаг Свердловской области в последнее десятилетие XX в. необходимо отметить, что на сегодняшний день рынок не отвечает потребностям экономики. Для его дальнейшего поступательного движения вперед необходимо более широкомасштабно привлекать инвестиционные ресурсы, наибольшее внимание следует обратить на привлечение внутренних инвестиций, в том числе и

средств населения. Это резерв, который существует, но используется пока ещё в очень малой степени. Привлечение на региональный рынок ценных бумаг средств мелкого и среднего инвестора сталкивается с рядом проблем, требующих как можно более оперативного разрешения на федеральном уровне, основными из них являются:

- снижение темпов инфляции;
- преодоление хозяйственного кризиса;
- изменение в процессе налогообложения таким образом, чтобы мелкие инвесторы тоже могли вкладывать свои инвестиции в ценные бумаги;
- повышение информационной прозрачности рынка, обеспечение равного доступа инвесторов к оперативной фондовой информации;
- создание правового поля защиты прав инвесторов от злоупотреблений недобросовестных эмитентов.

Кроме того, региональный фондовый рынок сталкивается с проблемой нехватки фондовых инструментов. Решить её можно путем выхода участников рынка ценных бумаг Свердловской области на фондовые площадки других регионов в режиме реального времени.

В настоящее время, например, активно обсуждается проект объединения Московской и Екатеринбургской фондовых бирж для проведения совместных торгов.

Еще одним из перспективных направлений разрешения данной проблемы может стать развитие новых сегментов ценных бумаг — например, ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью (ипотечные облигации, жилищные сертификаты).

Необходимо отметить, что в 1994 г. правительством Свердловской области уже была предпринята попытка размещения областного жилищного займа, но облигации не пользовались широким спросом. Связано это было с тем, что у непосредственных потребителей жилья — населения, как правило, не было необходимого количества средств, чтобы купить уже готовое жильё или выкупить весь объем регионального жилищного займа. А для крупных инвесторов, юридических лиц жилищное строительство не является привлекательным вложением капитала по причинам длительного срока обращения, низкой доходности и высокого уровня риска. Следовательно, в современных российских условиях жилищные сертификаты как особый вид муниципальных облигаций в сравнительно небольшой степени могут быть использованы непосредственно по своему прямому назначению, т. е. в целях нового жилищного строительства для широких слоев населения.

Поэтому рынок жилищных облигаций следовало бы несколько переориентировать на те проекты, связанные с недвижимостью, на которые

имеется реальный денежный, а не просто социальный спрос. В дальнейшем по мере роста реальных доходов населения и соответственно возникновения активного денежного спроса граждан на новое жильё жилищные сертификаты будут выпускаться, так сказать, по своему прямому назначению.

Кроме того, необходимо развивать практику выпуска облигаций под конкретные проекты в области строительства недвижимости (строительство аэропортов, больниц и т. д.). Облигации будут обеспечены доходами, полученными от использования данных сооружений в будущем.

Необходимо отметить также, что существует опасность поглощения рынка ценных бумаг Свердловской области московским фондовым рынком, т. к. в регионе постоянно увеличивается количество московских финансовых структур. Это и крупные центральные банки, и инвестиционные компании, открывающие здесь свои филиалы. Кроме того, профессиональные участники фондового рынка всё чаще предпочитают работать в торговой системе ММВБ, усиливается тенденция использования сети Интернет для торговли фондовыми инструментами, поскольку она предоставляет доступ ко многим как российским, так и мировым торговым площадкам.

- ¹ См.: Жуков Е. Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки. М., 1995. С.177.
- ² См.: О введении в действие Государственной программы приватизации государственных и муниципальных предприятий в Российской Федерации на 1992 год: Постановление Верховного Совета Российской Федерации от 11 июня 1992 г. № 2980-1 // Ведомости Съезда Народных Депутатов Российской Федерации и Верховного Совета РСФСР.1992. № 28. Ст. 1617.
- ³ См. об этом: Лазарев О. Тихое болотце корпоративных ценных бумаг // Деловой квартал. 1996. № 13. С. 7.
- ⁴ См. об этом: Сергеев А.М. Приватизация и рыночная реформа в Свердловской области: итоги и следствия: (Тезисы доклада) // Социально-экономические проблемы структурной перестройки старопромышленного региона: Материалы межрегион. науч.-практ. конф. (пленарные доклады). Екатеринбург, 1996. С.101.
- ⁵ См.: Лазарев О. ГКО и ОКО — близнецы-братья? // Деловой квартал. 1996. № 15. С. 12.
- ⁶ Доходность облигации находится в обратной зависимости от её курса; чем ниже курс, тем больше дисконт (разница между ценой реализации и ценой покупки), который и является доходом.
- ⁷ Лазарев О. ГКО и ОКО — близнецы-братья? С. 13.
- ⁸ Екатеринбургская фондовая биржа в 1996 году // Курсив. 1997. № 1. С. 49.
- ⁹ Итоги работы за 1997 год /Екатеринбургская фондовая биржа. Екатеринбург, 1998. С. 18.
- ¹⁰ Лазарев О. Вексельный рынок: почти как настоящий // Деловой квартал. 1996. № 32. С.12.

- 11 Урал. Политика. Экономика. Право: Аналитический обзор. Февраль—март 1996. Екатеринбург, 1996. С. 42.
- 12 О переводном и простом векселе: Федеральный закон от 11 марта 1997г. № 48-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. 1997. № 11. Ст. 1238.
- 13 *Авалист* — от *аваль* — вексельное поручительство, суть которого заключается в том, что какое-то лицо берёт на себя ответственность за платёж по векселю одного или нескольких ответственных по векселю лиц — см.: Балабанов В.С. Рынок ценных бумаг: Коммерческая азбука. М., 1994. С. 5.
- 14 *Акцептовать* — от *акцепт* — согласие оплатить вексель в пользу векселедержателя, предъявившего вексель к оплате — см.: Там же. С.10.
- 15 См.: Социально-экономический потенциал региона: проблемы оценки использования и управления. Екатеринбург, 1997. С. 279.
- 16 См.: Фондовый рынок Свердловской области // Деловой квартал. 1998. № 10. С. 43.
- 17 См.: Социально-экономический потенциал региона: проблемы оценки использования и управления. Екатеринбург, 1997. С. 279.
- 18 См.: *Иоффе О.* Уральский Акцептный дом: запускаем векселя // Деловой квартал. 1996. № 17. С. 10.
- 19 См.: Екатеринбургская фондовая биржа в IV квартале 1998 года // Банк. 1999. № 2. С.19.
- 20 См.: *Трушков А.* В каждом Египте свои пирамиды: (О рынке ОКО Свердловской области) // Деловой экспресс. 1998. 15—22 декабря. С. 22.
- 21 См.: Фондовые рынки // Финансовые рынки. 1998. № 9. С. 704.
- 22 См.: Урал на рубеже веков: проблемы и прогнозы социально-экономического развития / Под ред. А.И. Татаркина. Екатеринбург, 1999. С. 294.
- 23 См.: Там же.
- 24 См.: Обзор рынка за 1999 год от Компании Уником Партнер // Деловой экспресс. 2000. 18—21 янв. С.17.
- 25 См.: Там же. С. 18.
- 26 Там же.
- 27 См.: КТО ЕСТЬ КТО: Финансовый рынок Среднего Урала. С. 11.
- 28 См.: Урал на рубеже веков: проблемы и прогнозы социально-экономического развития / Под ред. А.И. Татаркина. Екатеринбург: УрО РАН, 1999. С. 295.
- 29 См.: *Вольман Е.В.* Проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Свердловской области (1992–2002 гг.) // Концепция развития банковской системы Урала: V Научно-практическая конференция. Екатеринбург, 2000. С. 169.
- 30 См.: *Костюк М.* Рост клиентской базы и доверия к банку сопровождается увеличением операций с валютой и векселям // Финансовая группа «Северная Казна». 2000. С. 40.
- 31 См.: Екатеринбургская фондовая биржа в III квартале 1999 года // Банк. 1999. № 10. С. 20.